

学校编码: 10384 分类号 密级

学 号: 200115175 UDC

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中兴通讯贸易应收账款资产证券化

策略探讨

Strategy of ZTE's Trade Receivables Backed
Securitization

丘 吴 生

指导教师姓名: 李常青 副教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2005 年 2 月

论文答辩日期: 2005 年 3 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 2 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

论文摘要

随着我国经济的发展和对外开放，一些大型企业开始进行跨国经营，参与国际化竞争，业务的发展和不断增长的融资需求推动着他们对融资方式的创新，资产证券化作为金融领域内最重大和发展最快的金融创新和融资工具，凭借其资产信用融资、结构性融资和表外融资的优势，逐渐进入我国企业的视野。

在这种背景下，中兴通讯提出了对贸易应收账款进行资产证券化的财务策略。但是，目前我国实施资产证券化尚面临诸多障碍，需要我们对贸易应收账款这一特定基础资产的证券化进行研究，以探求在当前中国可操作的方式。

本文针对中兴通讯的贸易应收账款债权资产，分析企业资产证券化的动因及实施难点，构建目前可操作的资产证券化方案。

全文共分四个部分：

第一部分：资产证券化概述。该部分将介绍资产证券化的概念、分类及特征，然后阐述国外贸易应收账款资产证券化的运作机制和发展历程，并总结国外发展贸易应收账款资产证券化的经验。

第二部分：动因分析。该部分将介绍中兴通讯的背景情况、财务目标及政策，然后分析中兴通讯实施贸易应收账款证券化策略的两种动因，并结合公司的融资资源、融资需求，阐述公司的融资策略。

第三部分：策略分析。该部分将分析中兴通讯实施贸易应收账款证券化的各个环节中遇到的难点，并提出相应对策，据此提出资产证券化方案设计，并对相关问题作出说明。

第四部分：启示和结论。该部分将根据前文的分析，并借鉴国外的成功经验，提出我国推进资产证券化的完善措施，并归纳策略分析的成果。

本文的主要结论是：

第一，中兴通讯实施贸易应收账款证券化策略的动因是：契合公司的

删除的内容: 学校编码:
学号: 200115175

论文

中兴通讯贸易应收账款资产证券化策略探讨
Strategy of ZTE's trade
receivables backed
securitization

生

指导老师姓名: 李常青副教授
申请学位级别: 硕士
专业名称: 工商管理
(MBA)
论文提交时间:
论文答辩时间:
学位授予单位: 厦门大学
学位授予日期:

删除的内容: 的

删除的内容: 融资

删除的内容: 这次

短期财务目标和长期财务目标的要求，可以解决公司的融资瓶颈问题，保持公司业务的可持续发展。

第二，对外币应收账款，采用离岸方式资产证券化方案，从结构设计到具体操作都遵循国际上的惯例，可以实现完全意义上的资产证券化，主要面临涉及外汇管制处理的问题。

第三，对本币应收账款和分期收款发出商品，采用信托方式资产证券化方案，主要面临资产真实销售的明确及其会计处理、信托受益权证的“证券”性质认定、信托受益权证的流动性等问题。该方案的实施面临较多的国内法律和政策环境的限制，不能达到完全意义上的资产证券化，但可视为资产证券化的变通，仍然可实现中兴通讯的融资目标。

关键词：贸易应收账款；资产证券化；中兴通讯

删除的内容：。

ABSTRACT

With the development of China economy, some of excellent enterprises in China begin their multinational operations. They are engaged in global competition. The increase of business and capital demand requires them to innovate finance instruments. As a new finance instrument, asset securitization becomes the most important finance innovation during the past thirty years with the advantages of asset backed financing, structured financing and off-balance-sheet financing. More and more sectors in China such as government, banks, investors, enterprises are concerned on asset securitization issue.

删除的内容:

Under this condition, ZTE co ltd begins its program in research of asset securitization and deems trade receivables backed securitization as a financial strategy. However, no relative rules are made to bring asset securitization into effect at present. It is necessary for us to research and find out applicable methods on how to operate trade receivables backed securitization.

删除的内容:

删除的内容:

Aimed at ZTE's trade receivables, this dissertation contents includes the following parts: Introduction of trade receivables backed securitization; Reasons analysis why ZTE presents its trade receivables backed securitization strategy; Solutions on how to implement ZTE's securitization strategy including offshore method and trust method; Conclusions and suggestions on how to perfect asset securitization rules in China.

The conclusions of this dissertation concentrate on:(1)The reason why ZTE presents asset securitization strategy relies on complying with its short term and long term financial objectives. Meanwhile, ZTE will benefit great from this securitization. (2)For trade receivables in USD, ZTE can adopt offshore method to implement asset securitization. The structure and process will be designed upon international rules. This method will realize entire asset securitization. But the most important thing is to get the approval of State Administration of Foreign Exchange referred to securitization.(3)For trade receivables in RMB,

删除的内容:

ZTE can adopt trust method to implement asset securitization. The main problems include the determination of assets true sale, transaction accounting treatment, nature of benefit trust certificates, liquidity of benefit trust certificates. This method which is restricted by present securitization rules in China will not bring entire securitization. But trust method can reach ZTE's financing targets, which can be called alternatives in some steps.

Key Words: Trade Receivables; Asset Securitization; ZTE.

删除的内容:

删除的内容: Keywords

删除的内容:

目 录

引 言	1
第一章 资产证券化概述	3
第一节 资产证券化的概念、分类及特征	3
第二节 贸易应收账款资产证券化的运作机制	6
第三节 国外贸易应收账款资产证券化发展历程和经验	8
第四节 中国资产证券化实践操作和理论探讨	10
第二章 中兴通讯贸易应收账款证券化动因分析	13
第一节 中兴通讯公司背景介绍	13
第二节 中兴通讯公司财务目标及政策	14
第三节 动因之一：公司短期财务目标的要求	16
第四节 动因之二：公司长期财务目标的要求	20
第五节 中兴通讯融资资源和策略	23
第三章 中兴通讯贸易应收账款资产证券化策略分析	30
第一节 资产证券化难点分析	30
第二节 中兴通讯资产证券化方案设计	44
第三节 资产证券化方案相关问题说明	51
第四章 中兴通讯贸易应收账款资产证券化策略实施启示	56
结 语	59
参考文献	61
附表一：我国资产证券化实践案例表	63
附表二：中兴通讯 1999—2003 年财务数据表	64
后 记	65

厦门大学博硕士论文摘要库

引言

作为近 30 年来世界金融领域最重大和发展最迅速的金融创新和融资工具，资产证券化（asset securitization）是指把缺乏流动性、但具有预期未来稳定现金流的资产汇集起来，形成一个资产池，出售给特设机构，通过结构性重组和信用增级措施，将其转变为以资产产生的现金流担保的可以在金融市场上出售和流通的证券，据以融资的过程。

资产证券化最初是因政府促进房地产市场的发展而出现的。最早的资产支持证券是 1970 年美国国民抵押协会推出的房地产抵押贷款证券。其最初目的是为了解决房地产抵押贷款资金来源的不足，同时也是为了化解抵押贷款的风险。美国一些房地产抵押贷款期限较长，占压了很多资金，不能流动，于是银行将一些贷款进行组合，以贷款为抵押或担保发行债券，创造出短期金融工具，以解决流动性不足问题。资产证券化就在这种背景下诞生了。

删除的内容：

在房地产抵押贷款证券推出以后，银行发现利用资产证券化同样可以化解其他资产类似的风险，而且在日渐激烈的金融机构竞争中，资产证券化是一种很好的资金来源渠道，可以直接把筹资渠道扩展到资本市场中去。因此，资产证券化很快就被金融机构运用到各种金融资产上，出现了汽车贷款担保证券、贸易应收账款担保证券和信用卡应收款担保证券等各种各样的资产支持证券。

资产证券化自 20 世纪 70 年代初在美国资本市场诞生以来，凭借其资产信用融资、结构性融资和表外融资^①的优势，创造了有别于传统的股票、债券和以银行等金融机构为信用中介的融资方式，在全世界获得迅速发展，已经成为当前颇为流行的主要融资手段之一。

我国对资产证券化这一创新金融工具的探索起步较晚，到目前为止仅进

^① 参见本文第一章第一节关于资产证券化的特征阐述。

行过一些资产证券化方面的个案实践。由于资产证券化在宏观上能促进资本的优化配置，化解商业银行的不良资产，改善金融机构的经营管理，深化金融市场的分工，提高整个金融体系的运作效率而得到政府的重视和扶持。因此，我国对于如何进行证券化的理论探讨上，也集中于银行的不良资产的证券化、住房抵押贷款的资产证券化等产品上，其目标是希望借助于资产证券化方式，推进我国投融资体制的改革，改善商业银行的经营状况，拓展融资渠道，利用国际资本和民间资本。

就我国现状而言，目前仍然存在着实施资产证券化的诸多障碍。所以在我国的资本市场上还没有出现严格规范意义上的资产证券化操作，但各方面都在关注我国资产证券化进程，并提出相关的资产证券化方案。其中，我国的一些大型企业开始了贸易应收账款资产证券化途径的探索。中集集团的海外离岸方式操作资产证券化就是一个成功的案例。当然，这种探索有深刻的经济背景。

从 20 纪 90 年代开始，部分中国企业将目光和思维延伸到海外市场，开始了跨国经营尝试，中兴通讯股份有限公司（以下简称中兴通讯）、华为、TCL、海尔等就是其中的代表。经过几年的苦心经营，他们终于在海外站稳了脚跟，并且呈现一种向上的势头，随着海外市场的拓展，这些企业的融资瓶颈日益显现出来。在这种情况下，企业对融资手段创新的需求和实践也就出现了，中兴通讯开始将贸易应收账款的证券化作为其财务策略来研究。

本文试图从微观企业的角度，针对企业的贸易应收账款这一基础资产，考察企业资产证券化的动因及目前在中国实施资产证券化会遇到的障碍，寻求在当前的法律和制度环境下可行的资产证券化模式，并提出推进我国资产证券化的完善措施。

删除的内容：

删除的内容：

删除的内容：

删除的内容：

删除的内容：
资产证券化概述

第一章 资产证券化概述

第一节 资产证券化的概念、分类及特征

一、资产证券化的概念

资产证券化作为近 30 年一项重要的金融创新，它改变了传统的融资模式，带来了金融领域的巨大变革，而由此引发的对资产证券化内涵的探讨上也由于证券化不同的产生背景和发展阶段以及观察者角度的各异，出现了众说纷纭的局面。多年来，一些学者和权威组织力求对资产证券化作出全面、准确的定义。

1991 年，Gardener 认为：“资产证券化是使储蓄者与借款者通过金融市场得以部分或全部地匹配的一个过程或工具。在这里，开放的市场信用（通过金融市场）取代了由银行或其他金融机构提供的封闭的市场信用”。^① 这是从金融本质的角度给资产证券化下定义，覆盖的范围比较广泛，但却没有描述资产证券化的结构和运作流程，过于抽象。

美国证券交易委员会给出的对资产证券化的定义：“资产证券是指主要由现金流支持的，这个现金流是由一组应收账款或其他金融资产构成的资产池提供的，并可根据条款确保资产在一定的时期内变现，同时附加其他一些权利或其他资产来保证上述担保或按时向证券持有人分配收益”。^② 这是从融资过程和融资效果的角度来为资产证券化定义。它描述了证券化内涵是指将一定的资产转化成金融市场上可以自由流通的证券的过程，但没有说明资产特性的同时也未揭露证券化的本质，无法使资产证券化与其他传统的融资方式相区别。

^① 张超英、翟祥辉著：《资产证券化》，经济科学出版社，1998，第 2 页。

^② John Henderson ed., Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications, Euromoney Books, 1997, p.1.

带格式的：项目符号和编号

删除的内容：

删除的内容：

还有的从证券化运作流程和融资本质相结合的角度为资产证券化定义。1998年, John Deason 则认为:“证券化是将产生于资产或发起人(产生应收款的实体)所有的应收款的现金流转化成平稳的偿付流的过程, 这样使得发起人可以通过一笔贷款或债券的发行实现资产担保融资, 这些债券本质上对应收款的信用而不是对发起人整体的信用有有限的追索权, 并且在融资本质上是自我清偿的”。^①

综合对上述定义的内涵及国内学者的一般定义的理解, 我认为可将资产证券化描述为这样的一个融资安排: 发起人将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产, 按照某种共同特质汇集成一个组合, 出售给特设机构 SPV (Special Purpose Vehicle), 由其通过一定的结构安排, 并增强资产的信用, 转化为由资产产生的现金流担保的可自由流通的证券, 销售给金融市场的投资者。

删除的内容:

二、资产证券化的分类

一般来说, 可将资产证券化分为两大类: 住房抵押贷款证券化和非住房抵押贷款的资产证券化, 即除了住房抵押贷款以外的其他资产的证券化。把住房抵押贷款单独作为一个市场来分类, 一方面是因为住宅抵押贷款证券是最早出现的资产支持证券, 另一方面以住宅为基础的抵押债券额度很大, 品种很多且设计复杂。

删除的内容:

按证券化基础资产的不同, 资产证券化具体又可以分为以下几大类: 一是贷款类资产, 如商用房地产抵押贷款、汽车消费贷款、学生贷款等; 二是应收款类资产, 如信用卡应收款、贸易应收款、租赁费等; 三是基础设施收费类资产, 如煤水电气厂的收费、路桥及大型基础设施的收费等; 四是其他资产, 如知识产权的版税收入等。被证券化的资产类型随着资产证券化的发展走过了住房抵押贷款→其他贷款和应收款→金融资产→可产

^① John Deason, Securitization: Principles, Markets and Terms, Asia Law Practice Publishing Ltd., 1998, p.2.

生稳定现金流的资产的历程。^①

另外，按照基础资产是否从发起人资产负债表中剥离，又可以分为表内证券化和表外证券化。事实上，从 20 世纪 70 年代的美国发展起来的现代意义上的资产证券化均是表外证券化，它指的是证券化的基础资产因真实出售给投资者而从发起人的资产负债表中剥离。而表内证券化主要指长期以来欧洲大陆的银行等金融机构以其所持有的某些资产组合为担保，通过发行抵押关联债券或资产关联债券来筹集资金的行为。在表内证券化交易中，资产并不从发起人的资产负债表中剔除。在这种情况下，投资者不是对特定的资产组合拥有追索权，而是对整个发起机构拥有追索权。

三、资产证券化的特征

作为一种新兴的融资工具，资产证券化与传统的权益（股票）和债务（债券、银行贷款等）融资方式相比，具有鲜明的特点。

（一）资产证券化是一种资产信用融资方式

传统的融资方式包括公司发行股票、债券的直接融资和以银行等金融机构为中介的贷款间接融资，这种融资方式借用了企业和银行的一般信用，以企业自身的产权为清偿基础，企业对融资的偿还以公司的全部法定财产为界。^②

资产证券化创造了有别于银行信用、企业商业信用的资产信用，资产担保证券本息的偿还以证券化的资产为限，在资产证券化交易中，证券化的资产与企业的其它资产是风险隔离的，资产证券化权益偿付的来源主要是证券化资产及其所产生的现金流，投资者在进行投资时，不需要对融资者的整体信用水平进行判断，证券的风险锁定于客观、稳定、可靠的资产信用上，而与发起人的信用无关。这不同于普通的贷款和企业发行的债券融资，借款人是以其一般信用承担偿付本息的义务。

^① 田瑞璋、李勇编著：《商业银行的投资银行业务》，中国金融出版社，2003，第 408 页。

^② 于凤坤著：《资产证券化：理论与实务》，北京大学出版社，2002，第 5 页。

删除的内容:

删除的内容:

删除的内容:

删除的内容:

（二）资产证券化是一种结构性融资方式

有时也把资产证券化称为结构融资，两者在使用时相互替代。^① 资产证券化的结构性融资特征主要表现为：通过资产证券化建立一个严谨的交易结构，保证证券化资产与原始发起人及 SPV 破产风险隔离的实现，使投资者在发起人及 SPV 财务状况不佳甚至破产时，也能从资产产生的现金流中取得稳定的收益；证券化过程中一般会先将资产按照信用等级、期限、利率、偿还方式等条件，进行分解、重组和配置，以便在发起人总体资产质量和信用等级不变的情况下，提高证券化资产的质量和信用等级，而且，发起人为提高证券化资产的质量，增加证券对投资者的吸引力，发起人往往在资产信用等级的基础上，由自己或信用良好的第三方对资产进行信用增级。

（三）资产证券化是一种可以提供表外融资的融资方式

在资产证券化中，资产的真实出售可以将证券化的资产从资产负债表中剔除，获得的现金收入则是体现在资产负债表中的现金栏目中，该现金既可用于归还银行贷款等债务，降低资产负债率，也可投入再生产，加速企业的资产周转，为企业创造更大的价值。资产证券化所获得的融资不会增加资产负债表的规模，属于非负债型融资，这不同于向银行贷款、发行债券等债务性融资，也不同于通过发行股票等权益性融资，这两种方式都将增加筹资人资产负债表的规模。

删除的内容：

第二节 贸易应收账款资产证券化的运作机制

一个完整的贸易应收账款资产证券化过程主要包括了如下步骤：

删除的内容：

贸易应收账款资产证券化的运作机制

删除的内容：

一、确定要注入资产池的应收款

发起人应通过历史数据对应收账款的回收、拖欠和违约情况作出预测，

^① [美]斯蒂文·L·西瓦兹著，李传全、龚磊、杨明秋译：《结构金融》，清华大学出版社，2003，第1页。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库